

Carsten Burhop

Die Technik des Gründungsgeschäfts in der Hochindustrialisierung*

I. Einleitung

Im modernen Bankgeschäft umfasst das Gründungsgeschäft die Fremdkapitalfinanzierung neuer Unternehmen durch Kredite, die Vermittlung von Risikokapital und die Vermittlung von Eigenkapital, zum Beispiel durch die Emission von Aktien. Hinzu treten zahlreiche Beratungsleistungen, beispielsweise hinsichtlich der Wahl der Unternehmensform oder der Finanzstruktur.¹ In der Zeit vor dem Ersten Weltkrieg hingegen beinhaltete es ausschließlich die Gründung von Aktiengesellschaften und die damit verbundene Vermittlungsleistung der Kreditbanken beim Gang an die Börse.² Die zeitgenössischen Autoren bezeichneten als Gründungsgeschäft die Gründung von gänzlich neuen Unternehmen in der Rechtsform der Aktiengesellschaft sowie die Umwandlung bestehender Unternehmen in diese Rechtsform. Als Gründungsgeschäft der Banken wurde es nur dann bezeichnet, wenn auf die Schaffung einer Aktiengesellschaft der Gang an die Börse folgte.

Die Erstemission von Aktien gehörte zum Emissionsgeschäft der Banken, welches zudem das Emissions- und Konvertierungsgeschäft von Staats- und Kommunalanleihen sowie Industrie- und Eisenbahnobligationen und die Emission von Aktien aus Kapitalerhöhungen umfasste.³ Hinsichtlich seiner quantitativen Bedeutung stand das Gründungsgeschäft weit hinter dem Anleihengeschäft wie auch der Platzierung von Aktien aus Kapitalerhöhungen zurück.⁴ Zwischen 1883

* Vortrag, gehalten am 18. Mai 2006 anlässlich des 29. Symposiums des Instituts für bankhistorische Forschung e. V. „Vom Gründungs- zum Emissionsgeschäft: Banken und der Gang an die Börse“ im Hause der Dresdner Bank AG in Frankfurt am Main. Der Verf. dankt Annika Petersen und Marina Boland für ihre Unterstützung bei der Anfertigung dieses Beitrags.

1 Wilfried Eckert, Das Gründungsgeschäft der Banken (Europäische Hochschulschriften, Reihe 5: Volks- und Betriebswirtschaft 1115). Frankfurt am Main 1990.

2 Siegfried Wolff, Das Gründungsgeschäft im deutschen Bankgewerbe. Gründung von Aktiengesellschaften 1883-1912. Stuttgart 1915; Adolf Thiwissen, Das Emissionsgeschäft. Krefeld 1900; Franz Josef Pfleger/Ludwig Gschwindt, Börsenreform in Deutschland. Eine Darstellung der Ergebnisse der deutschen Börsenenquête, Bd. 3: Die Effektenbörse nach den Erhebungen der Börsenquotekommission (Münchener volkswirtschaftliche Studien 22). Stuttgart 1897; Walther Lotz, Die Technik des deutschen Emissionsgeschäfts: Anleihen, Konversionen und Gründungen. Leipzig 1890. Es sei darauf hingewiesen, dass neben Banken andere Kapitalvermittlungsstellen tätig waren. Diese begleiteten vor allem Eisenbahn- und Versorgungsunternehmen bei ihrem Gang an die Börse. Vgl. dazu Max Jörgens, Finanzielle Trustgesellschaften (Münchener volkswirtschaftliche Studien 54). Stuttgart 1902.

3 Heinrich Sattler, Die Effektenbanken. Mit einem Vorwort von Adolph Wagner. Leipzig 1890, S. 13-48.

4 Aus Sicht des Emittenten gehört die Ausgabe von Aktien in den Bereich der Unternehmensfinanzierung. Unser Kenntnisstand zur Industriefinanzierung aus Sicht der Unternehmen ist noch sehr gering, insbesondere hinsichtlich der Finanzierung kleinerer und mittlerer Unternehmen. Einen guten Überblick geben Harald Wixforth, Industriekredit und Kapitalmarktfinanzierung zwischen Reichsgründung und Weltwirtschaftskrise, in: Bankkredit oder Kapitalmarkt: Alternativen der Industriefinanzierung in Deutschland, 24. Symposium am 7. Juni 2001 im Hause

und 1914 wurden Wertpapiere mit einem Kurswert von rund 67,3 Mrd. Mark (in laufenden Preisen) am deutschen Kapitalmarkt emittiert. Davon entfielen lediglich 15 Mrd. Mark auf Aktien inländischer Gesellschaften.⁵

Das Gründungsgeschäft hob sich vor allem aufgrund der hohen Gewinnmöglichkeiten und seiner Komplexität von den anderen Emissionsgeschäften ab. Während sich die Wahl des richtigen, den Absatz der Emission sichernden Emissionskurses bei Aktien aus Kapitalerhöhungen oder bei Anleihenplatzierungen vergleichsweise einfach gestaltete, da er sich am Kurs der gehandelten Aktien oder am Marktzinssatz für vergleichbare Anleihen orientieren konnte, herrschte bei neu gegründeten Aktiengesellschaften große Unsicherheit hinsichtlich des zukünftigen Gewinns der neuen Gesellschaft und damit auch hinsichtlich des erzielbaren Emissionspreises.

Aus Sicht der neu geschaffenen Aktiengesellschaft stellte die Emission den Abschluss zahlreicher vorgelagerter Aktivitäten dar, denn bevor die Emission angegangen werden konnte, mussten die wirtschaftlichen Grundlagen des neuen Unternehmens gelegt und die rechtlichen Voraussetzungen für die Unternehmensgründung und die Emission geschaffen werden. Bei diesen Schritten waren Banken allenfalls in beratender Funktion tätig. Bildete die Emission für das neue Unternehmen den Abschluss des Gründungsaktes, so stellte sie für die beteiligten Banken erst den Beginn der Geschäftsbeziehungen dar. Insbesondere die Führungsbank des Emissionskonsortiums hoffte nach dem Börsengang die Hausbank der neuen Aktiengesellschaft zu werden. Dies schlug sich vor allem in der Zahlstellenfunktion der Führungsbank nieder: Dividendenscheine der neuen Aktiengesellschaft konnten in den Folgejahren regelmäßig bei der Führungsbank des Emissionskonsortiums eingelöst werden.

Der vorliegende Beitrag behandelt ausschließlich die Abwicklung des Börsengangs durch die Banken, wohingegen die dem Börsengang vorangehende Beratungsleistung und die langfristigen Geschäftsbeziehungen zwischen Bank und neuer Aktiengesellschaft nicht berücksichtigt werden. Zunächst werden die wichtigsten Rechtsnormen und deren Entwicklung zwischen 1870 und 1913 dargestellt. Anschließend wird untersucht, wie viele Aktiengesellschaften zwischen 1871 und 1913 im Deutschen Reich gegründet wurden und wie viele davon an die Börse gingen. Zudem werden die Aktiengesellschaften bzw. Börsenneulinge nach verschiedenen Charakteristika differenziert: In welchen Bereichen waren die Gesellschaften tätig, wie groß war das Aktienkapital der Börsenneulinge und wie alt waren die Unternehmen zum Zeitpunkt des Börsengangs? Es folgt die Darstellung des Emissionsgeschäfts selbst, vor allem der Verteilung des Emissionsrisikos

der IKB Deutsche Industriedreditbank AG, Düsseldorf (Bankhistorisches Archiv, Beiheft 40). Stuttgart 2002, S. 15-38; Toni Pierenkemper, Unternehmensgeschichte. Eine Einführung in ihre Methoden und Ergebnisse (Grundzüge der modernen Wirtschaftsgeschichte 1). Stuttgart 2000, S. 112-128.

5 Berechnet nach Karl Christian Schaefer, Deutsche Portfolioinvestitionen im Ausland 1870-1914. Banken, Kapitalmärkte und Wertpapierhandel im Zeitalter des Imperialismus (Münsteraner Beiträge zur Cliometrie und quantitativen Wirtschaftsgeschichte 2). Münster 1995, S. 578 f.

zwischen Emittent und Bank, der Risikoallokation innerhalb von Bankenkonsortien sowie der Absatztechnik an der Börse. Des Weiteren soll untersucht werden, ob die gewählten Emissionspreise dem wahren Wert der Aktie entsprachen oder ob Kursbewegungen am ersten Handelstag auf falsche Preissetzung oder Kurspflegemaßnahmen durch das Bankenkonsortium hinweisen.

II. Regulierung des Gründungsgeschäfts

Zu Beginn der 1870er Jahre verstand man unter einer Aktiengesellschaft einen „Verein, welcher mit einem bestimmten in eine gegebene Anzahl Theile (Actien) zerlegte Capitale in der Art gegründet ist, dass die regelmäßig übertragbare Mitgliedschaft in demselben zunächst durch Übernahme (Versprechen oder Zahlung) eines Capitalantheiles und in dem Masse, in welchem solche Antheile übernommen sind, erworben wird, während der Verein allein als solcher, d. h. unter dem von ihm angenommenen Namen, für die Erreichung der Gesellschaftszwecke thätig ist und durch seine Handlungen nur das Gesellschaftsvermögen obligiert.“⁶ Charakteristisch für die Aktiengesellschaft waren somit die Unterteilung des Gesamtkapitals in Bruchteile, sodass kleinere Beträge in einer Gesellschaft vereint werden konnten; die Haftungsbegrenzung auf den Nominalbetrag der Aktien; die einfache Handelbarkeit und damit hohe Liquidität der Aktie; die Delegation der Geschäftsleitung an die Gesellschaft.

Kurz vor der Gründung des Deutschen Reichs wurde die Errichtung von Aktiengesellschaften am 10. Juni 1870 im Norddeutschen Bund freigegeben. Mit der Reichsgründung ging die liberale Rechtsnorm auf das gesamte Kaiserreich über. Vor der Reform von 1870 war in vielen deutschen Staaten, vor allem in Preußen, eine staatliche Konzession zur Errichtung von Aktiengesellschaften notwendig gewesen.⁷ Da diese nur selten erteilt worden war – insbesondere wenn ein öffentliches Interesse an der Aktiengesellschaft bestand oder wenn das Kapital für die geplante Unternehmung nur durch eine Aktiengesellschaft aufgebracht werden konnte –, gab es in Deutschland zu diesem Zeitpunkt nur sehr wenige Aktiengesellschaften.⁸

Nach der Reform konnten im Reich Aktiengesellschaften ohne Einschränkung gegründet werden, was auch in großer Zahl geschah und so den Jahren 1871 bis

6 Achilles Renaud, Das Recht der Actiengesellschaften. Leipzig ²1875, S. 74 f.

7 In Preußen unterlagen Aktiengesellschaften seit 1843 der Konzessionspflicht, in Bremen und Hamburg hingegen war die Gründung von Aktiengesellschaften freigestellt, in Sachsen wurde die Konzessionspflicht bereits am 15. Juni 1861 aufgehoben. Vgl. Klaus J. Hopt, Ideelle und wirtschaftliche Grundlagen der Aktien-, Bank- und Börsenrechtsentwicklung im 19. Jahrhundert, in: Helmut Coing/ Wilhelm Walter (Hrsg.), Wissenschaft und Kodifikation des Privatrechts im 19. Jahrhundert, Bd. 5: Geld und Banken. Frankfurt am Main 1980, S. 128-168. Einen sehr guten Überblick über die Regulierung der Effektenbörse gibt Rainer Gömmel, Entstehung und Entwicklung der Effektenbörse im 19. Jahrhundert bis 1914, in: Hans Pohl (Hrsg.), Deutsche Börsengeschichte. Frankfurt am Main 1992, S. 133-207, hier S. 163 ff.

8 Vgl. die Debatten im Reichstag des Norddeutschen Bundes im Jahre 1870 in der 50. und 53. Sitzung, abgedruckt in Stenographische Berichte über die Verhandlungen des Reichstages des Norddeutschen Bundes. Constituirender

1873 die Bezeichnung „Gründerzeit“ einbrachte. Obgleich den Zeitgenossen der Begriff des Gründers natürlich geläufig war, kannte ihn das Gesetz nicht. So betrafen alle Regelungen des neuen Gesetzes bestehende Gesellschaften, nicht jedoch Gesellschaften in der Entstehungsphase. Die Wahl der Unternehmensform, die Höhe des notwendigen Kapitals, die Bewertung der in die Gesellschaft durch die Gründer eingebrachten Sacheinlagen, die Wahl des Partners bei der Emission der Aktien und die Festlegung des Emissionspreises sowie die Verwendung etwaiger Agio aus der Emission wurden in Verhandlungen zwischen Gründern und Banken geregelt. Die neue Firma, deren Organe und die ersten Investoren waren in diese Gespräche nicht mit einbezogen, es sei denn, sie waren in Personalunion als Gründer oder Bankier an den Verhandlungen beteiligt. Da die Gründer im Aktiengesetz nicht berücksichtigt wurden und sie somit weder handels- noch zivil- oder strafrechtlich für ihre Handlungen haftbar gemacht werden konnten, war dem Anlegerbetrug Tür und Tor geöffnet.⁹ Dies schlug sich vor allem in den so genannten „Gründerrechten“ nieder, die insbesondere Bezugsrechte der Gründer bei späteren Kapitalerhöhungen zu einem Vorzugspreis, garantierte Dividenden für einen bestimmten Zeitraum und Aufsichtsrats- oder Vorstandsmandate für eine festgelegte Dauer umfassten. Die Gewährung von Gründerrechten wurde mit der Aktienrechtsnovelle von 1884 erschwert. Bis zum Ende des Kaiserreichs hatten fast alle Gesellschaften die Gründerrechte abgeschafft.¹⁰

Mit der Aktienrechtsnovelle von 1884 wurde außerdem die Rechtsstellung der Gründer erstmals definiert. Es wurde geregelt, dass mindestens fünf Personen jeweils mindestens eine Aktie der neuen Gesellschaft übernehmen und die Statuten der Gesellschaft notariell oder gerichtlich festhalten mussten. Wer so verfuhr, war Gründer.¹¹ Als Gründer galt weiterhin jede Person, die Sacheinlagen in die neue Gesellschaft einbrachte.

Eine erste Handlung der Gründer und notwendiges Element zur Gründung einer Aktiengesellschaft war der Abschluss eines Gesellschaftsvertrages. Dieser musste vor allem Angaben über die Höhe des Grundkapitals der Gesellschaft und den Nominalbetrag der einzelnen Aktie enthalten. Ferner mussten alle Gründerrechte (z. B. Vorzugsrechte bei späteren Kapitalerhöhungen, feste Gewinnanteile für einen bestimmten Zeitraum nach der Gründung) im Gesellschaftsvertrag festgehalten werden. Brachten die Gründer Sacheinlagen in die Gesellschaft ein, musste ein

Reichstag 1867, Legislaturper. I. 1867/70, Sess. 1867-1870, außerordentl. Sess. 1870. Berlin 1867-1870.

- 9 Vgl. zur Rechtslage zwischen 1870 und 1884 Renaud, *Recht* (wie Anm. 6); Carl Gareis, *Das deutsche Handelsrecht. Ein kurz gefasstes Lehrbuch des im deutschen Reiche geltenden Handels-, Wechsel- und Seerechts, systematisch dargestellt auf Grund der deutschen Reichsgesetze, unter Berücksichtigung der einschlägigen Literatur und der Rechtsprechung, insbesondere der Entscheidungen des Reichsoberhandelsgerichts* (Lehrbücher des deutschen Reichsrechtes 4). Berlin 1880. Die wirtschaftlichen Auswirkungen des neuen Rechts werden sehr gut beschrieben in Wilhelm Oechselsaeuser, *Die wirtschaftliche Krise*. Berlin 1876.
- 10 Wolff, *Gründungsgeschäft* (wie Anm. 2), S. 37 ff., führt die im Jahre 1908/09 noch bestehenden Gründerrechte auf. Nach seiner Erhebung hatten von den ca. 6.000 deutschen Aktiengesellschaften noch ein Prozent Gründerrechte in ihren Statuten verankert.
- 11 Vgl. zum folgenden Victor Ring, *Das Aktienrecht in Deutschland*, in: Johannes Conrad (Hrsg.), *Handwörterbuch der Staatswissenschaften*, Bd. 1. Jena ³1909, S. 258-263.

Gründerbericht erstellt werden, der Auskunft über die Erwerbs- oder Herstellungspreise der eingebrachten Gegenstände und deren Rentabilität in den vergangenen zwei Jahren gab.¹²

Die Gründung konnte gemäß dem Aktienrecht von 1884 als Simultangründung (Einheitsgründung) oder Sukzessivgründung (Stufengründung) erfolgen. Bei der vor allem nach 1884 wenig verbreiteten Stufen- bzw. Sukzessivgründung wurden die Aktien nicht von den Gründern übernommen und teilweise eingezahlt, sondern zur öffentlichen Subskription aufgelegt. Die Zeichner der Aktien mussten die Zahlung des Nominalbetrages und des vereinbarten Aufgeldes zusichern, wobei die Zusicherung durch eine bare Sicherheitsleistung fundiert wurde. Bei der in der Praxis vorherrschenden Simultangründung übernahmen die Gründer zum Zeitpunkt der Gründung alle Aktien und zahlten – sofern keine entsprechenden Sacheinlagen eingebracht wurden – ein Viertel des Aktienkapitals in bar ein.¹³ Wurden die Aktien über pari emittiert, dann war auch das gesamte Aufgeld in bar einzuzahlen. Bereits im Gründungszeitraum mussten die Organe der Aktiengesellschaft (Generalversammlung, Aufsichtsrat, Vorstand) ins Leben treten, wobei es den – regelmäßig von den Gründern bestellten – Aufsichtsratsmitgliedern oblag, den Gründungsvorgang zu prüfen. Wenn Aufsichtsratsmitglieder Gründer waren oder ihnen andere Vorteile aus der Gründung zuwuchsen, war zusätzlich die Prüfung des Gründungsvorganges durch externe Gutachter vorgeschrieben, die oftmals von der Handelskammer berufen wurden. Die Gesellschaft trat juristisch mit Eintragung ins Handelsregister ins Leben. Notwendig dafür waren die vollständige Einzahlung bzw. Einbringung des Grundkapitals, der Gründerbericht, die Abrechnung über die Gründungskosten sowie die Urkunden über die Bestellung von Vorstand und Aufsichtsrat.

Neben den Gründern und den Organen der Gesellschaft kannte das Gesetz die Gründergenossen und Emittenten. Als Gründergenossen galten Personen, welche aus der Gründung einen Vorteil erlangten, ohne als Gründer genannt zu werden. Auch sie hafteten gegenüber Dritten für die Ordnungsmäßigkeit der Gründung. Auch die Bank, die die Aktien an der Börse einfuhrte, haftete für fehlerhafte Gründungen, wenn sie die Aktien innerhalb von zwei Jahren nach Eintragung ins Handelsregister an der Börse verkaufte.

Die Börseneinführung musste von der Aktiengesellschaft bei der Zulassungsstelle der jeweiligen Börse unter Angabe des Namens der einführenden Firma (in der Regel eine Bank) beantragt werden. Dem Zulassungsantrag war insbesondere ein Prospekt beizufügen, der u. a. Auskunft über den Gesellschaftsvertrag, den Zweck der Firma, die beabsichtigte Verwendung des Kapitals, den Nennbetrag der Emission, den Betrag der zunächst von der Emission ausgeschlossenen Akti-

12 Vgl. zur Kontrolle des Gründungshergangs durch Vorstand, Aufsichtsrat, Revisoren und Handelskammer Wolff, Gründungsgeschäft (wie Anm. 2), S. 76 ff.

13 Ebd., S. 73 ff. Zwischen 1885 und 1892 wurden 1.262 Aktiengesellschaften als Simultangründungen geschaffen und lediglich 116 als Sukzessivgründungen.

enbestände, Sicherungs- und Vorzugsrechte für bestimmte Aktiegattungen, die Namen der Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder, die Regeln der Bilanzaufstellung und Gewinnverteilung sowie etwaige bestehende Gründerrechte, die Dividenden der letzten fünf Jahre und die Bilanz des letzten Geschäftsjahres gab. Die Zulassungsstelle prüfte die Angaben im Prospekt nach formalen Gesichtspunkten, während die Prospektwahrheit nicht Inhalt der Prüfung war. Im Verlauf der formalen Zulassungsprüfung wurde durch die Börsenzulassungsstelle beispielsweise festgestellt, ob ein ausreichendes Aktienkapital vorhanden war und ob gesetzliche Fristen eingehalten worden waren. Die Zulassung zum amtlichen Handel und zum nichtamtlichen Verkehr war in Berlin beispielsweise nur für Firmen mit einem Aktienkapital von mindestens drei Mio. Mark möglich. Auch an anderen Börsen bestanden derartige Anforderungen an die Gesellschaften. Beispielsweise wurde in Frankfurt am Main ein Mindestkapital von einer Mio. Mark verlangt.¹⁴ Den vielen kleinen Aktiengesellschaften war der Weg an die großen Börsen somit versperrt. Für ihre Gründung scheint die Haftungsbegrenzung wichtiger als die Kapitalmarktfinanzierung gewesen zu sein.

Auch das Börsengesetz von 1896 brachte wichtige Änderungen für das Gründungsgeschäft mit sich. Insbesondere war es ab dem 1. Januar 1897 nicht mehr statthaft, Aktien zum Börsenhandel zuzulassen, wenn seit Eintragung der Gesellschaft ins Handelsregister weniger als ein Jahr vergangen war oder wenn die erste Jahresbilanz noch nicht vorlag. In der Praxis bedeutete dies, dass ein Bankenkonsortium den Börsengang neuer Firmen zwischenfinanzieren musste. Da dies nur bedeutenden Kreditinstituten möglich war, soll das Börsengesetz zu einer Konzentration auf dem Markt für Emissionsgeschäfte geführt haben.¹⁵ Ob dies tatsächlich geschehen ist, darf jedoch bezweifelt werden, da es sich in den meisten Fällen nicht um Neu-, sondern um Umgründungen handelte. Für diese Firmen war die neue Einjahresregel ohne Bedeutung.

Außerdem wurde mit dem Börsengesetz die Prospekthaftung eingeführt. Bislang hafteten die einführenden Banken lediglich bei vorsätzlichem Fehlverhalten und in Einzelfällen auch bei grober Fahrlässigkeit gegenüber der Aktiengesellschaft. Gegenüber den Aktionären bestand keine Haftung. Rechtsgrundlage für diese Haftung war das Aktienrecht.¹⁶ Eine Prospekthaftung gab es vor dem Börsengesetz noch nicht, da die Prospekte bis 1896 nicht gesetzlich, sondern berufsständisch reguliert worden waren. Das Gesetz schrieb nun einen für alle Börsenplätze einheitlichen Inhalt der Prospekte vor und legte eine fünfjährige Prospekthaftung fest. Emittent und einführende Bank hafteten fortan dafür, dass korrekte Angaben im Prospekt aufgeführt wurden. Dies bedeutete, dass alle Gründer und die im Prospekt genannten Emissionsbanken für Verluste aus vorsätzlich oder grob fahrlässig verbreiteten Fehlinformationen hafteten. Allerdings musste der Kläger nachweisen, dass ein

14 Pflieger/ Gschwindt, Börsenreform (wie Anm. 2), S. 113 ff.

15 Pflieger, Börsenrecht, in: Conrad, Handwörterbuch (wie Anm. 11), S. 143-147.

16 Pflieger/ Gschwindt, Börsenreform (wie Anm. 2), S. 126 ff., 202 ff.

gesunkener Aktienkurs kausal auf falsche Angaben im Prospekt zurückzuführen war. Die Haftungssumme war zudem auf die Differenz zwischen dem Ausgabe- bzw. Erwerbkurs und dem aktuellen Kurs begrenzt; Opportunitätskosten konnten nicht, Schadenersatzansprüche schließlich nur für im Inland erworbene Wertpapiere geltend gemacht werden.¹⁷

Die Gründung von Aktiengesellschaften und deren Einführung an der Börse war kostspielig, nicht zuletzt aufgrund von Steuern. Denn in Form von Stempelabgaben unterlag die Errichtung einer Aktiengesellschaft bzw. die Ausgabe von Aktien und Obligationen der Besteuerung des Reiches (seit 1881) und der Bundesstaaten. Neben den Vermittlungsprovisionen der Banken, den Gebühren für technische Sachverständige und Revisoren, den Notariats- und Handelskammergebühren bildeten die Stempelabgaben einen wesentlichen, vor allem aber zunehmenden Teil der Gründungskosten.¹⁸

Die Vermittlungsprovision der Bank belief sich nach zeitgenössischer Schätzung auf zwei bis fünf Prozent des Aktienkapitals der neuen Gesellschaft, die Gebühren für Sachverständige und Revisoren, Handelskammern und Notare betragen meist wenige tausend Mark. Bis 1913 wurde durch die Einzelstaaten ein Errichtungsstempel erhoben. Dieser betrug beispielsweise in Preußen bis 1909 $1\frac{1}{5}$ Prozent des Nennwerts der Emission. Ab 1909 bis zur Verschmelzung mit der Reichsstempelabgabe im Jahre 1913 musste in Preußen bei einem Aktienkapital bis zu fünf Mio. Mark ein Prozent des Aktienkapitals, bei einem Aktienkapital von fünf bis zehn Mio. Mark $1\frac{1}{4}$ Prozent und bei einem darüber liegenden Aktienkapital $1\frac{1}{2}$ Prozent als Stempelabgabe abgeführt werden. Hinzu trat der Reichseffektenstempel, der mehrfach erhöht wurde. Zwischen 1881 und 1894 betrug er $\frac{1}{2}$ Prozent des Nennwerts der Emission. 1894 wurde die Reichsstempelabgabe verdoppelt und 1900 weiter auf zwei Prozent erhöht. Ab 1909 war eine Abgabe in Höhe von drei Prozent vom Nennwert zu leisten. 1913 wurden die Landesstempel und der Reichsstempel zu einer einheitlichen Reichsstempelabgabe in Höhe von $4\frac{1}{2}$ Prozent des nominalen Aktienkapitals zusammengefasst. Bankprovisionen und Steuern verursachten somit die mit Abstand größten Kosten für den Emittenten. Insgesamt dürften sich die Emissionskosten in den Jahren unmittelbar vor dem Ersten Weltkrieg auf bis zu zehn Prozent des Nennwerts der Aktienemission belaufen haben.

17 Thiwissen, Emissionsgeschäft (wie Anm. 2), S. 17 f., 43 ff.

18 Vgl. zu den Gründungskosten Wolff, Gründungsgeschäft (wie Anm. 2), S. 23 ff. Die Geschichte der Börsensteuern wird behandelt in A. Meyer, Die deutschen Börsensteuern 1881-1900. Ihre Geschichte und ihr Einfluß auf das Bankgeschäft (Münchener volkswirtschaftliche Studien 52). Stuttgart 1902.

III. Quantitative Evidenz

Die Motive für die Gründung einer Aktiengesellschaft lassen sich in drei Gruppen einteilen. Hauptzweck der Gründung einer Aktiengesellschaft ist die Stärkung der Kapitalkraft einer bestehenden Unternehmung oder die Schaffung einer gänzlich neuen Gesellschaft mit großer Kapitalbasis. Zudem wird die Haftung der Eigentümer, anders als bei der Offenen Handelsgesellschaft, der Kommanditgesellschaft und der Einzelunternehmung, auf die Aktieneinlage begrenzt. Darüber hinaus kann die Leitung des Unternehmens an dafür besonders geeignete Personen delegiert werden, sodass die Geschicke der Aktiengesellschaft nicht mehr an der Arbeitskraft eines Unternehmers hängen.¹⁹ Diese Vorteile der Risikobegrenzung, Risikoverteilung und Spezialisierung führten zur Ausbreitung dieser Unternehmensform während der Hochindustrialisierung.

Aus volkswirtschaftlicher Sicht kann die Höhe des eingezahlten Kapitals der Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien als Maßstab für die Bedeutung der Aktiengesellschaft im Industrialisierungsprozess herangezogen werden. Eine entsprechende Statistik für die Jahre 1871 und 1913 liegt bislang jedoch nicht vor. Überschlägig betrug das eingezahlte Aktienkapital aller Gesellschaften im Jahre 1871 rund 2,7 Mrd. Mark, bis 1913 erhöhte es sich auf ca. 16,7 Mrd. Mark.²⁰ Das nominale Aktienkapital in laufenden Preisen hatte sich somit in den vier Dekaden zwischen Reichsgründung und Weltkrieg um den Faktor 6,2 gesteigert. Der gesamte volkswirtschaftliche Kapitalstock hatte sich im selben Zeitraum hingegen von 64 Mrd. Mark auf 255,9 Mrd. Mark, also nur um den Faktor vier, erhöht.²¹ Der Quotient zwischen eingezahltem nominalem Aktienkapital und volkswirtschaftlichem Kapitalstock hatte sich somit zwischen 1871 und 1913 von 4,2 Prozent auf 6,5 Prozent erhöht. Dieser einfache Vergleich – der das bei Aktienaushängen erzielte Agio nicht berücksichtigt – zeigt, dass die Bedeutung der Aktie als Finanzierungsinstrument zugenommen hatte.

Ein anderer Maßstab, um die Bedeutung der Aktiengesellschaften zu evaluieren, ist deren Anzahl. Sie hat sich von 406 am Ende des Jahres 1871 auf 1.046 im Jahre 1873 erhöht. Bis 1883 folgte ein Rückgang auf 767, wenn man die Ergebnisse einer Reichstagsuntersuchung zugrunde legt.²² Diese Enquete weist für die Jahre 1875 bis 1882 maximal 90 Neugründungen von Aktiengesellschaften im Deutschen Reich

19 Richard van der Borgh, Volkswirtschaftliche Bedeutung der Aktiengesellschaft, in: Conrad, Handwörterbuch (wie Anm. 11), S. 287-303; Lotz, Technik (wie Anm. 2), S. 41 f., nennt zudem die Umwandlung von Bankschulden in Aktien und die anschließende Emission der Aktien sowie die horizontale und vertikale Unternehmenskonzentration als Gründungsgründe.

20 Der Wert für 1871 stammt aus Stenographische Berichte über die Verhandlungen des Deutschen Reichstags, 5. Legislaturperiode, 4. Session 1884, Bd. 3, Berlin 1884, S. 392-396, Anlage Nr. 21. Der Wert für 1913 wurde berechnet nach Angaben in Walther Gustav Hoffmann (unter Mitarb. von Franz Grumbach und Helmut Hesse), Das Wachstum der deutschen Wirtschaft seit der Mitte des 19. Jahrhunderts, Berlin 1965, S. 748 (Aktienkreditbanken), 751 (Notenbanken), 768 (Lebensversicherungen), 772 (Industrie und Gewerbe), 811 (Eisenbahnen).

21 Hoffmann, Wachstum (wie Anm. 20), S. 255 f.

22 Stenographische Berichte (wie Anm. 20), S. 390 f., Anlage Nr. 23.

aus, wohingegen eine spätere private Untersuchung 530 Neugründungen für diesen Zeitraum anführt. Dieser Zahl zufolge müssten somit im Jahre 1882 1.207 Aktiengesellschaften im Deutschen Reich bestanden haben.²³ Selbst diese Angabe scheint jedoch noch zu niedrig, denn für das Jahr 1886 werden die Aktiengesellschaften mit 2.143 beziffert.²⁴ Der Bestand an Aktiengesellschaften hat sich anschließend auf 3.124 (1891), 3.712 (1896) und 5.186 (1902) erhöht, um vorübergehend auf 5.060 (1906) zurückzugehen und wieder auf 5.222 (1909) bzw. 5.486 (1913) anzusteigen.²⁵ Zwischen Reichsgründung und letztem Vorkriegsjahr hat sich der Bestand an Aktiengesellschaften im Deutschen Reich somit um insgesamt 5.283 erhöht. Die Zahl der Aktiengesellschaftsgründungen war jedoch größer – angeblich wurden zwischen 1871 und 1912 6.964 Aktiengesellschaften geschaffen.²⁶ Dies deutet darauf hin, dass ungefähr 1.700 Aktiengesellschaften während der rund vier Dekaden zwischen Reichsgründung und Kriegsausbruch in Konkurs gingen, mit anderen Gesellschaften fusionierten oder in andere Rechtsformen umgewandelt wurden.

Abbildung 1 veranschaulicht die Zahl der Aktiengesellschaftsgründungen und deren anfängliche Kapitalausstattung für die Jahre 1871 bis 1912. Man erkennt deutlich ein für beide Größen gleichlaufendes konjunkturelles Muster mit Höhepunkten der Gründungstätigkeit während der frühen 1870er Jahre, am Ende der 1880er Jahre und zur Zeit der Jahrhundertwende. Hinsichtlich Anzahl und Kapitalausstattung wurde die überschäumende Entwicklung der Gründerjahre nie mehr erreicht.

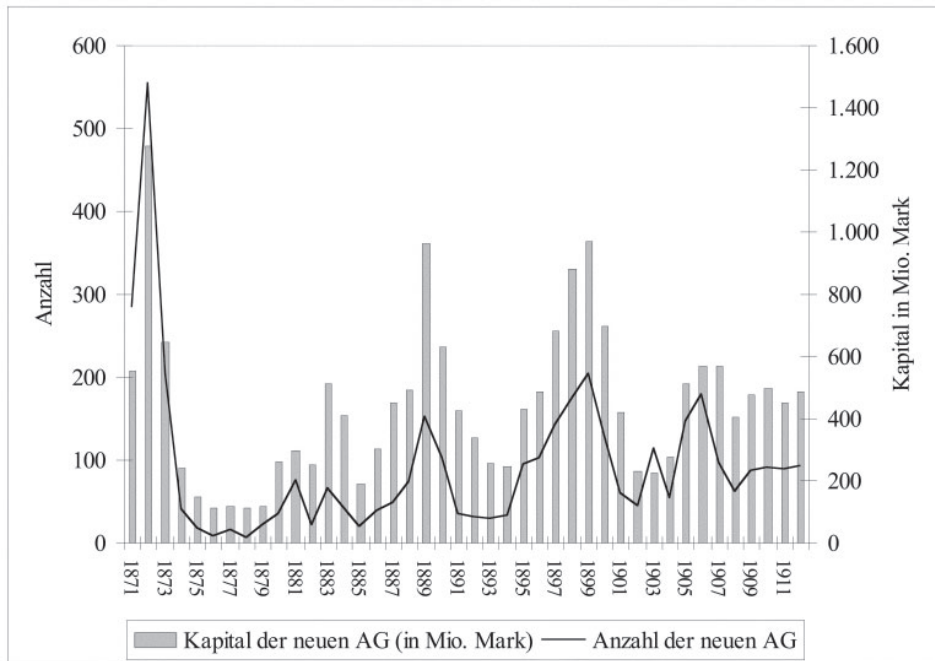
23 Wolff, Gründungsgeschäft (wie Anm. 2), S. 224.

24 Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Deutsches Geld- und Bankwesen in Zahlen 1876-1975. Frankfurt am Main 1976, S. 294.

25 Ebd.

26 Wolff, Gründungsgeschäft (wie Anm. 2), S. 224.

Abbildung 1: Die Gründung von Aktiengesellschaften im Deutschen Reich (1871-1912)



Quelle: Eigene Berechnungen nach Wolff, Gründungsgeschäft (wie Anm. 2), S. 224.

Auch hinsichtlich Gesellschaftstyp und Aktientyp bestanden Unterschiede. Allerdings überwogen die Rechtsform der „reinen“ Aktiengesellschaft und die Ausgabe von Stammaktien. Von den 5.060 Aktiengesellschaften, die Ende 1906 im Deutschen Reich bestanden, waren 4.952 reine Aktiengesellschaften und nur 108 Kommanditgesellschaften auf Aktien.²⁷ Das nominelle Aktienkapital der Gesellschaften betrug rund 13,84 Mrd. Mark, wovon lediglich 400 Mio. Mark auf Vorzugsaktien, der Rest auf Stammaktien entfiel. Die meisten Gesellschaften waren in der Nahrungs- und Genussmittelindustrie (904) tätig, gefolgt von der Maschinen-, Instrumente- und Apparateindustrie (533), dem Geld- und Kreditwesen (480) und dem Verkehrsgewerbe (479). Rund die Hälfte aller Aktiengesellschaften war somit in diesen vier Bereichen tätig. Blickt man auf das Kapital der Gesellschaften, dann zeigt sich, dass Aktiengesellschaften aus dem Geld- und Kreditwesen mit einem nominellen Aktienkapital von über 3,7 Mrd. Mark die Spitzenposition einnahmen,

²⁷ Vgl. zu diesen und den folgenden Angaben Ewald Moll, Statistik der Aktiengesellschaften – Die Aktiengesellschaften in Deutschland, in: Conrad, Handwörterbuch (wie Anm. 11), S. 311 ff.

gefolgt von Gesellschaften der Maschinen-, Instrumente- und Apparateindustrie (1,7 Mrd. Mark), dem Verkehrsgewerbe (1,6 Mrd. Mark) und dem Bergbau, Hütten- und Salinenwesen (1,3 Mrd. Mark). 2.811 Aktiengesellschaften hatten ein nominelles Aktienkapital von maximal einer Mio. Mark. Die meisten Gesellschaften konnten somit nicht an den führenden Börsen in Berlin, Frankfurt am Main und Hamburg notiert werden, da dort ein Kapital von mindestens einer Mio. Mark notwendig war.

Die Zahl der gegründeten Aktiengesellschaften ist sicherlich größer als die Zahl der an den deutschen Börsen eingeführten Aktiengesellschaften. Eine umfassende Studie über die Börseneinführungstätigkeit im Deutschen Reich liegt bislang nicht vor. Eine private Untersuchung aus dem Jahre 1903 weist für das Jahr 1871 Kurse und Dividendenzahlungen für 138 Firmen aus, sodass – Vollständigkeit der Studie unterstellt – in diesem Jahr etwa ein Drittel aller Aktiengesellschaften an der Börse notiert waren. Für das Jahr 1900 werden entsprechende Angaben für 894 Unternehmen gemacht.²⁸ Vergleicht man dies mit der Anzahl der im Jahre 1902 bestehenden Aktiengesellschaften von 5.186, zeigt sich, dass knapp ein Fünftel der bestehenden Aktiengesellschaften börsennotiert war. Dies deckt sich mit den Ergebnissen einer anderen Studie: In den Jahren 1905, 1907, 1909 und 1911 wurden insgesamt 751 Aktiengesellschaften in Deutschland gegründet, aber lediglich 162 Aktiengesellschaften an der Berliner Börse eingeführt.²⁹ Am 30. Juni 1914 schließlich notierten an der Berliner Börse insgesamt 1.005 Aktiengesellschaften, wohingegen im gesamten Deutschen Reich Ende 1913 5.386 Aktiengesellschaften bestanden. An der Berliner Börse notierten somit knapp 20 Prozent der deutschen Aktiengesellschaften. Von den in Berlin notierten Gesellschaften waren 759 Industrieunternehmen, 115 Banken, 51 Versicherungen und 80 deutsche und ausländische Eisenbahnunternehmen. Bei Gründung des Deutschen Reichs dürften somit rund ein Drittel aller bestehenden Aktiengesellschaften an den Börsen notiert gewesen sein. Bis zum letzten Vorkriegsjahr dürfte dieser Anteil auf etwa ein Fünftel gefallen sein.

Die Anzahl der jährlichen Börsegänge war sicherlich zu gering, um in allen Bankhäusern spezialisierte Gründungsabteilungen zu unterhalten. Wenn sich die Anzahl der börsennotierten Gesellschaften im Deutschen Reich zwischen 1871 und 1913 von 134 auf gut 1.000 erhöhte, dann bedeutet dies, dass im Jahresdurchschnitt lediglich um die 20 Firmen an die Börse gegangen sind. Das Marktvolumen war somit sehr klein und nicht jede Bank konnte die notwendigen Spezialisten zur Durchführung von Gründungsgeschäften beschäftigen. Das notwendige Wissen war daher vermutlich – verglichen mit der Gesamtzahl der bestehenden Banken – in wenigen Häusern konzentriert.

28 Eduard Wagon, Die finanzielle Entwicklung deutscher Aktiengesellschaften von 1870-1900 und die Gesellschaften mit beschränkter Haftung im Jahre 1900. Jena 1903.

29 Wolff, Gründungsgeschäft (wie Anm. 2), S. 224, 253. Es sei darauf hingewiesen, dass die Einführungsstatistik nicht zwischen Erstemissionen und Aktien, die bereits an anderen Börsen notiert sind, unterscheidet. Zudem werden ausländische Aktiengesellschaften nicht gesondert erfasst.

Nicht jede Bank konnte eine Erstemission durchführen, da dazu der Zugang zum Kapitalmarkt und Kenntnisse über die Aufnahmefähigkeit des Marktes und die mit Emissionen einhergehenden Risiken verbunden waren. Insbesondere nach Inkrafttreten des Aktienrechts von 1884 und des Börsengesetzes von 1896 soll sich der Kapitalbedarf im Emissionsgeschäft deutlich erhöht haben, da es nun nicht mehr statthaft war, Aktien vor Ablauf einer Wartezeit von einem Jahr an die Börse zu bringen. Da das neue Unternehmen das Aktienkapital bereits bei seiner Gründung benötigte, lief diese Regulierung des Börsengesetzes auf eine Zwischenfinanzierung durch Banken hinaus, die die Aktien der neuen Gesellschaft zunächst ins eigene Depot nahmen. Das Aktienrecht von 1884 erschwerte außerdem die Sukzessivgründung, sodass nunmehr die – aus Sicht der Banken risikoreichere und kapitalintensivere – Form der Simultangründung in den Vordergrund trat. Bei der Simultangründung war keine vorherige Subskription der Aktien durch erste Investoren vorgesehen, sodass das Liquiditätsrisiko der beteiligten Banken anstieg.

Sowohl das Aktienrecht von 1884 als auch das Börsengesetz von 1896 sollten somit die Konzentration des Gründungsgeschäfts auf wenige Banken gefördert haben. Tatsächlich ist es jedoch schwierig, eine starke Konzentration für das Erstemissionsgeschäft für die Jahre 1882 bis 1892 festzustellen: Der Herfindahlindex für die Konzentration betrug – gemessen am Emissionswert der neuen Aktien – lediglich 0,109.³⁰ Jedoch vereinten die drei wichtigsten Emissionshäuser jener Jahre (Bank für Handel und Industrie, Berliner Handels-Gesellschaft, Discontogesellschaft) auf sich einen Marktanteil von 43,7 Prozent. Andere Großbanken beteiligten sich später am Emissionsgeschäft. Beispielsweise trat die Deutsche Bank erst um 1890 – vor allem mit der Umwandlung der Deutschen Edison Gesellschaft für angewandte Elektrizität in die Allgemeine Elektrizitätsgesellschaft (AEG) im Jahre 1887 und der Gründung der Deutsch-Österreichischen Mannesmannröhrenwerke drei Jahre später – an führender Stelle als Emissionsbank von neuen Aktien auf.³¹

In der Folgezeit entwickelte sich die Deutsche Bank allerdings rasch zur führenden Emissionsbank für Industriepapiere. Zwischen 1895 und 1910 hatte sie die Führung bei 456 Emissionen von in- und ausländischen Industrieaktien und -obligationen inne. Andere wichtige Emissionsbanken waren der Schaaffhausen'sche

30 Die Angaben über die Erstemissionen sind entnommen aus Börsen-Enquete-Kommission, Statistische Anlagen (Börsen-Enquete-Kommission 8). Berlin 1893; vgl. ferner Börsen-Enquete-Kommission (Hrsg.), Die hauptsächlichsten Börsen Deutschlands und des Auslandes, ihre Organisationen, Einrichtungen, Gebräuche u.s.w.: dargestellt auf Grund der durch das Auswärtige Amt des Deutschen Reiches bezw. das Königlich Preußische Ministerium für Handel und Gewerbe beschafften Original-Materialien. Berlin 1892, S. 44-100 (Börse Berlin), 142-178 (Börse Frankfurt am Main). Eine detaillierte ökonomische Untersuchung des Einflusses des Börsengesetzes von 1896, der Aktienrechtsnovelle von 1884 und der Börsenbesteuerung auf die Marktkonzentration im deutschen Bankwesen kann keine eindeutigen Effekte nachweisen. Vgl. Caroline Fohlin, Regulation, Taxation, and the Development of the German Universal Banking System, 1884-1913, in: *European Review of Economic History* 6 (2002), S. 221-254.

31 Wolff, Gründungsgeschäft (wie Anm. 2), behandelt das Emissionsgeschäft von Deutscher Bank (S. 106-126), Dresdner Bank (S. 127-140), Discontogesellschaft (S. 141-158) und Darmstädter Bank für Handel und Industrie (S. 159-176) vor allem hinsichtlich der Emissionszeitpunkte und Emissionsbeträge.

Bankverein (394 Emissionen), die Dresdner Bank (391), die Darmstädter Bank für Handel und Industrie (314) sowie die Berliner Handels-Gesellschaft (312) und die Discontogesellschaft (302).³²

IV. Die privatwirtschaftlichen Beziehungen

Die privatwirtschaftlichen Beziehungen im Gründungsgeschäft spielen sich zwischen dem Emittenten und der einführenden Bank bzw. dem einführenden Bankenkonsortium, innerhalb des Bankenkonsortiums sowie zwischen Banken und ersten Investoren ab. Dabei lassen sich drei Phasen unterscheiden. Zunächst wird im Vorfeld der Emission in Verhandlungen zwischen Emittent und Konsortium das Emissionsrisiko auf die beiden Parteien verteilt. Des Weiteren wird über den angemessenen Emissionspreis und die Einführungskosten verhandelt. In der zweiten Phase folgt die tatsächliche Börseneinführung, entweder durch freihändigen Verkauf der Aktien oder durch Subskription. Schließlich zeigt sich unmittelbar nach der Einführung, ob der Einführungspreis richtig gewählt wurde oder ob Kurspflegemaßnahmen notwendig sind.³³

Eine wichtige Frage im Emissionsgeschäft ist die nach der Risikoteilung zwischen Emittent und Bank. Grundsätzlich lassen sich vier Arten von Konsortialverträgen hinsichtlich ihrer Risikoteilung zwischen den Vertragspartnern unterscheiden: Übernahme-, Begebungs-, Garantie- und Optionsverträge. Zu Beginn der 1870er Jahre wurden alle vier Formen der Risikoteilung vereinbart, nach Inkrafttreten des Börsengesetzes am 1. Januar 1897 sollen fast alle Erstemissionen in Form des Übernahmekonsortiums vorgenommen worden sein.³⁴ Beim Übernahmekonsortium übernahmen die Konsortialbanken die gesamte Emission an einem bestimmten Zeitpunkt und zu einem festgelegten Preis, d. h. das Konsortium trug das volle Platzierungsrisiko. Beim Begebungskonsortium hingegen verkauften die Konsortialbanken die Effekten im Auftrag des Emittenten auf dessen Rechnung. Dabei setzten die Konsortialbanken kaum eigenes Kapital ein und übernahmen nur ein geringes Risiko. Dementsprechend war auch der Konsortialnutzen, d. h. die Provision des Bankkonsortiums, gering. Diese Konsortialform war vor allem

32 Zusammengestellt nach Jacob Riesser, Die deutschen Großbanken und ihre Konzentration im Zusammenhang mit der Entwicklung der Gesamtwirtschaft in Deutschland. Jena ⁴1912, S. 307. Die Zusammenstellung differenziert allerdings nicht zwischen Aktien und Obligationen, zwischen in- und ausländischen Papieren, zwischen Erstemissionen und Kapitalerhöhungen. Zudem sind die Emissionen nicht mit ihrem Volumen gewichtet und vergebene oder angenommene Unterbeteiligungen an anderen Emissionsgeschäften werden nicht berücksichtigt.

33 Lotz, Technik (wie Anm. 2), S. 41, unterscheidet ebenfalls drei Stadien im Gründungsgeschäft: Übernahme der Aktien durch die Bankhäuser; Gründung des Bankkonsortiums und Einbezug von Unterbeteiligten; Absatz der Emission an der Börse. Pfleger/ Gschwindt, Börsenreform (wie Anm. 2), S. 108 ff., unterscheiden hingegen nur zwei Phasen, nämlich die Übernahme der Aktien durch das Bankhaus und den Vertrieb der Aktien an der Börse.

34 Vgl. zur Organisation des Emissionsgeschäfts in der Gründerzeit sowie für verschiedene Beispiele Carsten Burhop, Die Kreditbanken in der Gründerzeit (Schriftenreihe des Instituts für bankhistorische Forschung 21). Stuttgart 2004, S. 198-250. Die Konsortialformen werden u. a. von Hans E. Büschgen, Bankbetriebslehre: Bankgeschäfte und Bankmanagement. Wiesbaden ⁵1998, S. 346 ff., und Guido Eilenberger, Bankbetriebswirtschaftslehre: Grundlagen – internationale Bankleistungen – Bank-Management. München ⁵1993, S. 197 ff., beschrieben.

bei der Emission von Anleihen und Obligationen verbreitet. Eine mittlere Position hinsichtlich der Risikoteilung zwischen Emittent und Bank nahmen das Garantie- und das Optionskonsortium ein, die jedoch nur in seltenen Fällen vereinbart wurden. Beim Garantiekonsortium verkaufte die Bank in einer ersten Phase die Emission auf Rechnung des Emittenten, verpflichtete sich jedoch, die verbliebenen Stücke zu einem bestimmten Preis und an einem bestimmten Termin zu übernehmen. Dies unterschied das Garantie- vom Optionskonsortium, denn hier hatte die Bank zwar das Recht, jedoch nicht die Pflicht zur Übernahme der Stücke.

Beim weit verbreiteten Übernahmekonsortium lag der Ertrag der Bank vor allem in der Differenz zwischen dem Erstverkaufspreis an der Börse und dem Preis, zu dem sie die Aktien vom Emittenten übernommen hatte. Beispielsweise übernahm das unter Führung der Discontogesellschaft stehende Emissionskonsortium für die Einführung der „Union Aktiengesellschaft für Bergbau, Eisen- und Stahlindustrie in Dortmund“ die Aktien zu pari von den Gründern, brachte sie aber im Mai 1872 erfolgreich zu einen Kurs von 110 Prozent an die Börse.³⁵ Ein Jahr darauf scheiterte hingegen der Frankfurter Bankverein daran, die Aktien der neu gegründeten Lothringer Eisenwerke an der Börse zu verkaufen. Das Bankenconsortium blieb auf den im April 1873 zu pari übernommenen Aktien sitzen.³⁶

Die Differenz zwischen dem Übernahmekurs und dem Emissionskurs bildete den Bruttogewinn der Bank, von dem die teilweise erheblichen Emissionskosten zu decken waren. Beispielsweise brachte die Anglo-Österreichische Bank im Januar 1871 die Aktien der neu gegründeten Deutschen Nationalbank aus Bremen an die Börse. Die zu pari übernommenen Aktien im Nominalwert von 22,5 Mio. Mark mit 40-prozentiger Einzahlung konnten zu Kursen zwischen 108 und 110 am Markt platziert werden. Der Bruttoertrag aus der Emission betrug rund 810.000 Mark. Von diesem Ertrag mussten die Konsortialkosten in Höhe von 427.500 Mark gedeckt werden, sodass der Nettogewinn aus dem Geschäft lediglich rund 380.000 Mark betrug.³⁷ Ein weiteres Beispiel stellt die Erstemission von Aktien der Preußischen Bergwerksaktiengesellschaft Hibernia & Shamrock dar, die im April 1873 unter Führung der Berliner Handels-Gesellschaft vorgenommen wurde. Zunächst konnten nominal 16,8 Mio. Mark an Aktien mit 75-prozentiger Einzahlung zum Kurs von 115 Prozent an der Börse platziert werden, sodass das Bankenconsortium – es hatte die Aktien zu pari übernommen – einen Bruttoertrag von 1.890.000 Mark erzielte. Die Konsortialkosten waren in diesem Fall mit 135.315 Mark vergleichsweise gering, sodass der Konsortialgewinn mehr als 1,75 Mio. Mark betrug.³⁸ Allerdings mussten danach erhebliche Aktienbestände zur Kurspflege zurückgekauft werden, sodass die Berliner Handels-Gesellschaft Ende 1876 schließlich Aktien der Hibernia in Höhe von 1,8 Mio. Mark hielt.³⁹

35 Burhop, Kreditbanken (wie Anm. 34), S. 227.

36 Ebd., S. 231 f.

37 Historisches Archiv der Dresdner Bank, 13617-2000.

38 Historisches Archiv der Deutschen Bank, K01/0646.

39 Burhop, Kreditbanken (wie Anm. 34), S. 127.

Ob das bei einer Emission erzielte Agio dem neuen Unternehmen, dem Gründer – dies war nur bis 1884 möglich – oder der Bank zufluss, lässt sich ohne Kenntnis des Emissionsvertrages kaum entscheiden.⁴⁰ Die durchschnittliche Höhe des Agios stieg während der 1880er Jahre gegenüber den Gründerjahren wesentlich. In den Jahren 1870 bis 1873 betrug der kapitalgewichtete Mittelwert des Agio von Erstemissionen 8,2 Prozent, während der Jahre 1882 bis 1892 betrug er 36,4 Prozent. Vor der Aktienrechtsreform von 1884 gab es keine Regelung, wem das Agio zufluss: der Aktiengesellschaft, dem Bankenkonsortium oder den Gründern. Es kann jedoch davon ausgegangen werden, dass das Agio regelmäßig den Gründern oder dem Bankenkonsortium als Gewinn zufließen sollte. Die Novelle von 1884 schränkte dies ein, denn ab diesem Jahr musste zumindest der Übernahmepreis bzw., falls kein fester Übernahmepreis vereinbart worden war, das Agio als Kapitalrücklage an die Aktiengesellschaft gezahlt werden. Diese Norm konnte aber umgangen werden, wenn die Aktiengesellschaft die Papiere zu pari oder zu einem darüber liegenden Kurs an ein Bankenkonsortium verkaufte. In diesem Fall konnte ein Gründergewinn gesichert werden, indem der über einen bestimmten Kurs hinausgehende Emissionserlös zwischen Bankenkonsortium und Gründern aufgeteilt wurde.⁴¹

Wenn die Banken die Aktien zu einem festen Kurs übernommen hatten, lag das gesamte Kursrisiko der Emission bei ihnen. Eine Strategie zur Begrenzung von Klumpenrisiken bei Übernahmegeschäften lag in der Bildung von Emissionskonsortien.⁴² Zur Geltungszeit des Allgemeinen deutschen Handelsgesetzbuches (1861-1899) waren Emissionskonsortien regelmäßig als offene Gelegenheitsgesellschaft organisiert, danach als Gesellschaft bürgerlichen Rechts. Die beiden Gesellschaftsformen unterschieden sich hauptsächlich hinsichtlich der Vermögenseinteilung, zielten in wirtschaftlicher Hinsicht jedoch auf den gleichen Zweck ab. Die Konsortialmitglieder schlossen gewöhnlich einen gemeinsamen Konsortialvertrag ab, der vor allem den Zweck des Konsortiums, seine Mitglieder, die Verteilung der Konsortialbeträge, die Außenvertretung, die Risikoteilung sowie die Geltungsdauer des Vertrages und die Höhe der Führungsprovision der leitenden Bank festlegte. In seltenen Fällen wurde das Konsortium durch eine Reihe von individuellen Verträgen zwischen der Führungsbank und den Konsortialbanken gegründet. Je nach Festlegung der Außenvertretung des Konsortiums schloss – meistens – die Führungsbank, ansonsten das gesamte Konsortium einen Übernahmevertrag mit

40 Man könnte in der Bilanz des Folgejahres prüfen, ob das neue Unternehmen Kapitalrücklagen aus einem Agio bilanziert hat. Aus dem Verhältnis zwischen Kapitalrücklagen und Aktienkapital kann man dann auf den vereinbarten Übernahmepreis schließen und so den Konsortialnutzen der Bank ermitteln.

41 Thiwissen, Emissionsgeschäft (wie Anm. 2), S. 12 f.

42 Manfred Pohl, Die Blütezeit der Konsortien 1870 bis 1914, in: Hans Pohl (Hrsg.), Die Zusammenarbeit von Geldinstituten in Konsortien. Zweites Wissenschaftliches Kolloquium des Instituts für bankhistorische Forschung e. V. am 14. Mai 1987 in Wien (Bankhistorisches Archiv, Beiheft 15). Frankfurt am Main 1989, S. 28-37; Riesser, Großbanken (wie Anm. 32), S. 326 ff.; A. Koch, Das Konsortialgeschäft der Banken, in: Bank-Archiv 22 (1922), S. 237-246; Thiwissen, Emissionsgeschäft (wie Anm. 2), S. 15 ff., 58 ff.

dem Emittenten der Aktie ab.⁴³ Die Geschäftsführung des Konsortiums lag bei der Führungsbank. Alle Zahlungen von Zeichnern bzw. Käufern der neuen Aktie gingen bei ihr ein bzw. wurden von den anderen Konsortialbanken an diese überwiesen. Die Führungsbank rechnete das Konsortialverhältnis gegenüber dem Emittenten und den Konsortialmitgliedern ab. Diese wiederum rechneten es gegenüber ihren Unterteiligten ab.

Nachdem die Risikoverteilung und die Aufteilung des Agio zwischen Gründern, neuer Gesellschaft und Bankenkonsortium vereinbart worden waren, wurde das Anlage suchende Publikum über die neue Aktiengesellschaft informiert. Beworben wurden Neuemissionen in Prospekten, die alle Informationen enthielten, die für die Beurteilung der Solidität und voraussichtlichen Rentabilität der Gesellschaft notwendig waren. Während vor der Aktienrechtsnovelle von 1884 kein aktien- oder handelsrechtlicher Zwang zur Veröffentlichung von Prospekten und zu wahrheitsgemäßen Angaben bestand, gab es ab 1884 eine Veröffentlichungspflicht und ab 1897 eine fünfjährige Prospekthaftung.

Der Verkauf der Aktien an die Anleger konnte entweder freihändig oder durch öffentliche Subskription erfolgen.⁴⁴ Beim freihändigen Verkauf beantragte die Bank die Zulassung einer Aktie zum Börsenhandel und verkaufte die Aktien anschließend über einen längeren Zeitraum nach und nach an der Börse. Bei diesem Verfahren war es für die Bank nicht von vornherein absehbar, wann die Effekten wieder in liquide Mittel verwandelt werden konnten, d. h. das Liquiditätsrisiko der Bank war bei diesem Verfahren recht hoch.

Die öffentliche Subskription hingegen schuf für die Bank Planungssicherheit. Die Bank rief in Zeitungen und durch Mitteilung an ihre Kunden zur Zeichnung der neuen Aktien zu einem festgelegten Kurs innerhalb eines bestimmten Zeitraums auf. Nach Ablauf der Zeichnungsfrist teilte die Bank die neuen Aktien ihren Kunden zu, wobei regelmäßig die Menge der Zuteilung in der Regel autonom von der Bank bestimmt werden konnte.⁴⁵ Bei der Gründung der Vereinigten Königs- und Laurahütte im Jahre 1871 beispielsweise repartierte das federführende Bankhaus Bleichröder die Zuteilung: Zeichnungen bis zehn Aktien wurden mit einer Aktie bedient, Zeichnungen zwischen elf und 40 Aktien wurden mit zwei Aktien bedient, Zeichnungen über 40 Stück erhielten fünf Prozent der gezeichneten Stücke.⁴⁶

Bei der Zuteilung bevorzugten die Banken oftmals Anleger, die eine längere Haltedauer der jungen Aktien bei der Subskription zugesichert hatten. Dies sicherte vor allem den Kurs der jungen Aktie nach unten ab, da so genannte „gesperrte Aktien“ nicht an der Börse angeboten werden durften. Diese Angebotsrestriktion verzögerte vermutlich die schnelle Anpassung des Aktienkurses an den inneren

43 Der Konsortialvertrag konnte dabei sowohl vor als auch nach Abschluss des Übernahmevertrags geschlossen werden, wobei im ersten Fall ein so genannter „bedingter Konsortialvertrag“ vorlag.

44 Wolff, Gründungsgeschäft (wie Anm. 2), S. 262 ff.; Thiwissen, Emissionsgeschäft (wie Anm. 2), S. 18 f., 54 ff.

45 Im Einführungsprospekt wurde regelmäßig eine Regelbindung für die Zuteilung der Emission ausgeschlossen.

46 Das Beispiel ist Gömmel, Entstehung (wie Anm. 6), S. 154, entnommen.

Wert der Aktie, d. h. die Informationseffizienz der Börse wurde reduziert.⁴⁷ Kursstabilisierend bzw. die Informationseffizienz mindernd wirkten vermutlich auch Vereinbarungen zwischen dem Emissionskonsortium und dem ehemaligen Besitzer der nunmehr in eine Aktiengesellschaft umgewandelten Firma hinsichtlich einer Sperrfrist für den Verkauf der Aktien, die dem ehemaligen Besitzer im Zuge des Börsenganges zugeflossen waren.⁴⁸

Der tatsächliche Erfolg einer Emission wurde wesentlich vom Ausgabekurs der Aktie beeinflusst.⁴⁹ Neben der aktuellen wirtschaftlichen und politischen Lage sowie der Flüssigkeit des Geldmarktes sollte der Emissionspreis vor allem die Ertragserwartungen der neuen Gesellschaft korrekt widerspiegeln.⁵⁰ Bei der Umwandlung bestehender Unternehmen in Aktiengesellschaften konnte sich der Emissionskurs an der vergangenen Rentabilität der Gesellschaften orientieren, bei neu errichteten Unternehmen war die Abschätzung des Emissionspreises weitaus schwieriger. Eine solche Einschätzung konnte beispielsweise durch das Einholen von Expertenmeinungen über die zukünftige Entwicklung des Absatzmarktes für die Produkte des neuen Unternehmens abgesichert werden. Tatsächlich gingen jedoch kaum gänzlich neue Unternehmen an die Börse, sodass meist aus der Geschäftsentwicklung der vergangenen Jahre oder aus den ersten Schritten der Anbahnung einer neuen Unternehmung (einer so genannten „Projektgesellschaft“) auf die künftige Rentabilität der Gesellschaft geschlossen werden konnte.

Zumindest zu Beginn des 20. Jahrhunderts bestanden die meisten Börsenneulinge bereits seit vielen Jahren, sodass aus der bisherigen Geschäftsentwicklung wichtige Informationen für den Emissionspreis entnommen werden konnten. Abbildung 2 verdeutlicht dies: Weniger als zehn Prozent der am Anfang des 20. Jahrhunderts in Berlin eingeführten Aktiengesellschaften bestanden kaum ein Jahr. Mehr als 70 Prozent der Firmen konnten bereits auf eine mindestens fünfjährige Unternehmensdauer zurückblicken. In den meisten Fällen konnte sich daher der Emissionspreis am Geschäftserfolg vergangener Jahre orientieren.

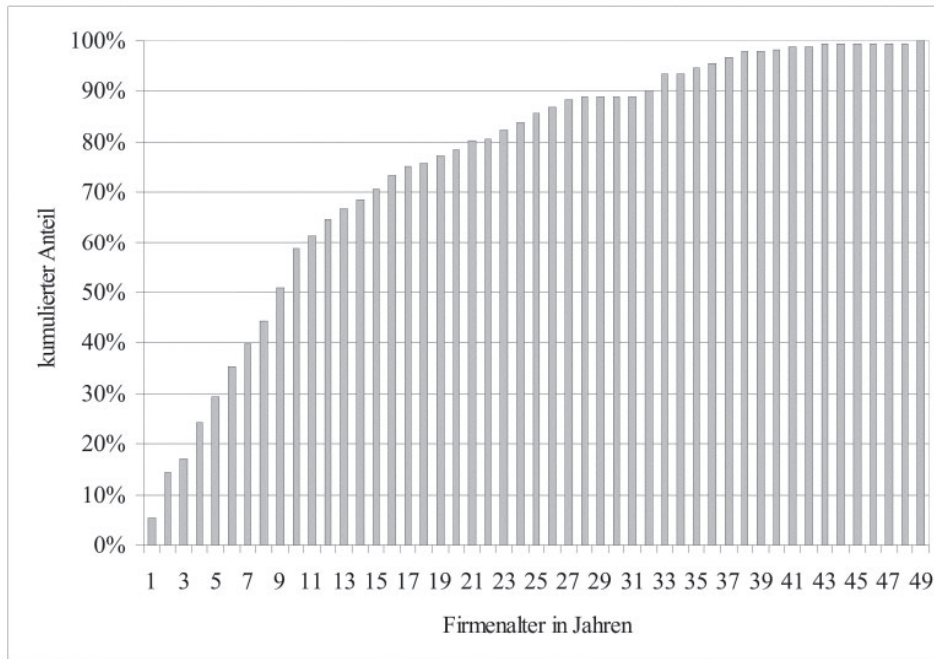
47 Es gab eine breite Diskussion über so genannte „Konzert- und Sperrzeichnungen“. Vgl. u. a. Neander Müller, Konzert- und Sperrzeichnungen, in: Bank-Archiv 3 (1903), S. 149-152; Otto Warschauer, Die Emissionssperre, in: Bank-Archiv 3 (1903), S. 170 f.; Neander Müller, Zur „Emissionssperre“, in: Bank-Archiv 3 (1903), S. 183 ff.; Lotz, Technik (wie Anm. 2), S. 46 ff.; Pfleger/Gschwindt, Börsenreform (wie Anm. 2), S. 110 f.

48 Thiwissen, Emissionsgeschäft (wie Anm. 2), S. 12.

49 Wolff, Gründungsgeschäft (wie Anm. 2), S. 244 ff.

50 Lotz, Technik (wie Anm. 2), S. 44 ff.

Abbildung 2: Alter der an der Börse Berlin eingeführten Aktiengesellschaften (1905, 1907, 1909, 1911, 1913)



Quelle: Eigene Berechnungen nach Wolff, Gründungsgeschäft (wie Anm. 2), S. 253 f.

Ob die Einschätzungen des Bankkonsortiums und des Aktienmarktes hinsichtlich des inneren Werts der Aktie übereinstimmen, zeigt sich bereits in den ersten Handelstagen: Haben die beteiligten Banken den Marktwert der neuen Aktie falsch eingeschätzt, gibt es an den ersten Handelstagen eine Kursreaktion. Der Aktienkurs passt sich, sofern Sperrzeichnungen oder Informationsineffizienzen dies nicht verhindern, innerhalb kurzer Zeit an den inneren Wert an. Dieses Phänomen wird als „Zeichnungsrendite“ bezeichnet und tritt regelmäßig an modernen Finanzmärkten auf.⁵¹

Der wirtschaftshistorische Kenntnisstand zu dieser Frage ist erstaunlich gering. Für die Zeit vor dem Ersten Weltkrieg liegen lediglich drei den deutschen Kapital-

51 Vgl. für den deutschen Kapitalmarkt u. a. Richard Stehle/Olaf Erhardt, Renditen bei der Börseneinführung am deutschen Kapitalmarkt, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft 69 (1999), S. 1395-1422; Alexander P. Ljungqvist, Pricing Initial Public Offerings: Further Evidence from Germany, in: European Economic Review 41 (1997), S. 1309-1320; Annemarie Sapusek, Benchmark Sensitivity of IPO Long-Run Performance: An Empirical Study for Germany, in: Schmalenbach Business Review 52 (2000), S. 374-405; Richard Stehle/Olaf Erhardt/ René Pryzborowski, Long-Run Stock Performance of German Initial Public Offerings and Seasoned Equity Issues, in: European Financial Management 6 (2000), S. 173-196.

markt betreffende Studien vor. Caroline Fohlin zeigt, dass die Medianzeichnungsrendite am Berliner Kapitalmarkt während der Jahre 1882 bis 1892 derjenigen des New Yorker Kapitalmarktes der Jahre 1998 bis 2000 entsprach.⁵² Problematisch an dieser Studie ist die Tatsache, dass Erstemissionen, Emissionen im Zuge von Kapitalerhöhungen und Zweitnotizen an anderen Börsenplätzen nicht separiert werden. Bereinigt man die Daten, die der Studie von Caroline Fohlin zugrunde liegen, um Emissionen im Zuge von Kapitalerhöhungen und Emissionen von Aktien, die bereits an anderen Börsen notiert werden – wenn also nur wahre Erstemissionen berücksichtigt werden –, dann verringert sich der Stichprobenumfang von 335 auf 70 Beobachtungen.⁵³ Von diesen 70 Gesellschaften wurden 61 Neuemissionen in Berlin und neun in Frankfurt am Main durchgeführt. Das nominelle Aktienkapital der Gesellschaften betrug rund 206,6 Mio. Mark, der Emissionswert ca. 281,9 Mio. Mark und die Zeichnungsrendite etwa 11,1 Mio. Mark. Bezogen auf den Emissionswert betrug die Zeichnungsrendite somit 5,39 Prozent, das Agio rund 36,4 Prozent. Die Zeichnungsrendite der bereinigten Stichprobe ist wesentlich geringer als die Zeichnungsrendite der unbereinigten Stichprobe, die der Arbeit von Caroline Fohlin zugrunde liegt (31,1 Prozent), und recht nahe am Ergebnis der Arbeit von Christian Schlag und Anja Wodrich. Sie zeigen anhand einer Stichprobe deutscher Erstemissionen der Jahre 1884 bis 1914, dass es signifikant positive Zeichnungsrenditen mit einem Mittelwert von 4,8 Prozent gab und dass diese im Zeitablauf zunahmen.⁵⁴ Schließlich belegt der Verfasser des vorliegenden Beitrags in einer Studie, dass es Zeichnungsrenditen in den Gründerjahren 1870 bis 1873 gab, diese im Durchschnitt von 73 Erstemissionen jedoch sehr niedrig waren (1,68 Prozent) und eine hohe Varianz hatten.⁵⁵ Zwischen 1880 und dem Ersten Weltkrieg scheint die Zeichnungsrendite somit im Durchschnitt bei rund fünf Prozent gelegen zu haben.

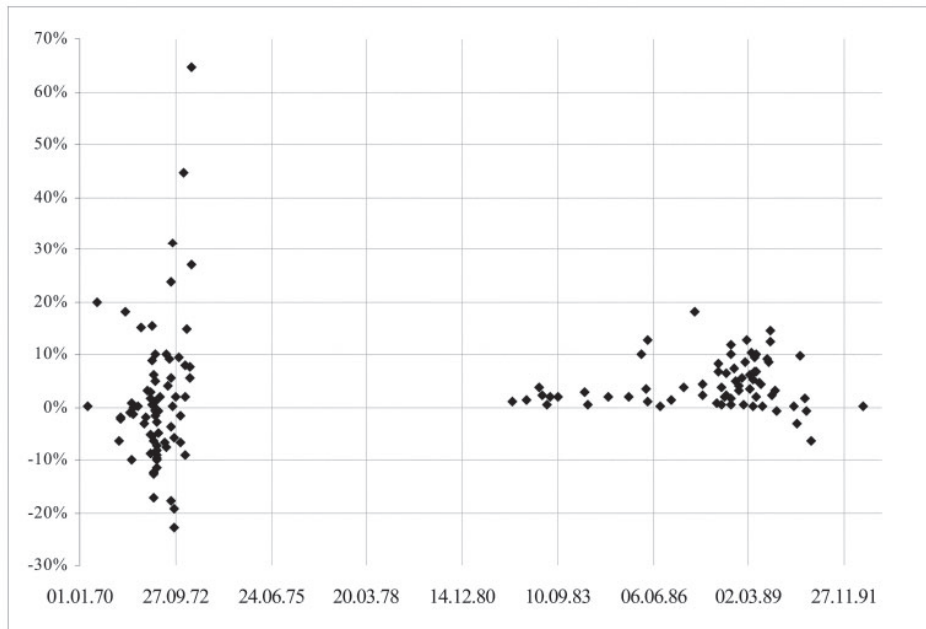
52 Caroline Fohlin, *IPO Underpricing in Two Universes, Berlin, 1882-1892, and New York, 1998-2000* (California Institute of Technology, Social Science Working Paper 1088), Mai 2000 [<http://www.hss.caltech.edu/SSPapers/wp1088.pdf>].

53 Zusammengestellt nach Börsen-Enquete Kommission, *Anlagen* (wie Anm. 30), S. 44-100, 142-178. Die 70 Stichprobenelemente umfassen ca. vier Prozent aller Aktiengesellschaftsgründungen der Jahre 1882 bis 1892.

54 Anja Weigt, *Der deutsche Kapitalmarkt vor dem Ersten Weltkrieg. Gründerboom, Gründerkrise und Effizienz des deutschen Aktienmarktes bis 1914* (Schriftenreihe des Center for Financial Studies an der Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main, Monographien 21). Frankfurt am Main 2005; ferner Christian Schlag/ Anja Wodrich, *Has There Always Been Underpricing and Long-Run Underperformance? IPOs in Germany before World War I* (Center for Financial Studies, Working Paper 2000/12), Dezember 2000 [http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID251192_code001212130.pdf?abstractid=251192&mirid=1].

55 Carsten Burhop, *Initial Public Offerings During Germany's First Capital Market Boom, 1870-79* (Arbeitspapier, Universität Münster), Januar 2006.

Abbildung 3: Zeichnungsrenditen von Erstemissionen (1870-1892)



Quelle: Börsen-Enquete Kommission, Anlagen (wie Anm. 30); Burhop, Initial Public Offerings (wie Anm. 54); eigene Berechnungen.

Abbildung 3 veranschaulicht das Ausmaß der Zeichnungsrendite während der Jahre 1870 bis 1892 und dessen Profil im Zeitablauf.⁵⁶ An der dargestellten Punktwolke fällt auf, dass die Zeichnungsrenditen während der Gründerjahre 1870 bis 1873 sowohl positiv als auch negativ waren, wohingegen Zeichnungsrenditen nach 1880 fast ausschließlich positiv waren. Zudem ist die Varianz der Zeichnungsrenditen in den 1880er Jahren deutlich niedriger als während der Gründerzeit. Für die überwiegend positiven Zeichnungsrenditen der späteren Periode bieten sich drei Erklärungen an: Entweder haben Emittenten und Bankenkonsortien während der Jahre 1882 bis 1892 die Einführungspreise absichtlich zu niedrig angesetzt. Dies wird nach moderner Auffassung gemacht, um dem Kapitalmarkt die hohe Qualität des Unternehmens zu signalisieren. Das neue Unternehmen kann es sich leisten, Geld auf dem Tisch der Börse zurückzulassen, da die Zahlungsströme aus der Unternehmenstätigkeit zur Deckung der Ausgaben ausreichen. Zweitens kann dies auf Kurspfleßmaßnahmen des Einführungskonsortiums hindeuten. Die

56 Der Graphik liegen 73 Erstemissionen der Jahre 1870 bis 1873 sowie 70 Erstemissionen der Jahre 1882 bis 1892 zugrunde. Vgl. Burhop, Initial Public Offerings (wie Anm. 55); Börsen-Enquete-Kommission, Anlagen (wie Anm. 30).

beteiligten Banken haben am ersten Handelstag ein Zurückfallen des Kurses unter den Emissionspreis verhindert, um die eigene Reputation durch fehlgeschlagene Börseneinführungen nicht zu beschädigen. Drittens könnte durch ausgiebige Nutzung des Prinzips der Aktiensperre das Angebot an Aktien in den ersten Handelstagen oder -wochen stark begrenzt gewesen sein, sodass eine Kursanpassung nicht möglich war. Welcher Grund tatsächlich ausschlaggebend gewesen ist, kann anhand der reinen Kursbeobachtungen nicht entschieden werden.

V. Schlussbetrachtung

Während der Jahre 1870 bis 1912 erhöhte sich die Zahl der börsennotierten Aktiengesellschaften im Deutschen Reich von 134 auf über 1.000. Insbesondere in den ersten Jahren nach der Reichsgründung, den so genannten „Gründerjahren“, wurden mehrere hundert Aktiengesellschaften an die Börse gebracht, die jedoch meist nur eine kurze Lebensdauer hatten. Die Anzahl der Erstemissionen während der vier Jahrzehnte zwischen Reichsgründung und Ausbruch des Ersten Weltkriegs war somit größer als die Zahl der Erstemissionen in der Bundesrepublik Deutschland während der Jahre 1949 bis 1999. Des Weiteren stieg nicht nur die Anzahl der börsennotierten Aktiengesellschaften im Kaiserreich, auch die Aktie als Finanzierungsinstrument gewann an Bedeutung.

Die grundlegenden Techniken des Gründungsgeschäfts haben sich in den vier Dekaden zwischen Reichsgründung und Kriegsausbruch nur wenig verändert. In den meisten Fällen wurde ein bereits länger bestehendes Unternehmen in die Rechtsform der Aktiengesellschaft umgewandelt, die Aktien der neuen Gesellschaft wurden zu einem festem Preis an ein Bankenkonsortium verkauft (Übernahme-konsortium) und die Führungsbank des Konsortiums verteilte das erhebliche Liquiditäts- und Erfolgsrisiko auf mehrere Konsorten und eine Vielzahl von Unterkonsorten.

Verändert haben sich aber die Details des Gründungsgeschäfts durch Eingriffe des Staates: Mit der Aktienrechtsnovelle von 1884 wurden die Haftungsvorschriften für Gründer und Banken erheblich verschärft – eine Entwicklung, die seit Jahresbeginn 1897 mit der Einführung der Prospekthaftung durch das Börsengesetz weiter verstärkt wurde. Des Weiteren schrieb das Börsengesetz eine Mindesthaltedauer der neuen Aktien durch die Banken vor, d. h. im Gründungsgeschäft wurden ab 1897 liquide Mittel in hohem Ausmaß gebunden. Schließlich hat der Staat auch durch Steuern Einfluss auf das Gründungsgeschäft genommen, denn die Ausgabe von Aktien unterlag seit 1881 der Reichsstempelsteuer.

Wesentlich verändert hat sich das Ausmaß der Zeichnungsrenditen. In den Gründerjahren stieg der Kurs der neuen Aktien während der ersten Handelstage im Durchschnitt kaum, er bewegte sich jedoch bei manchen Aktien stark nach oben, bei anderen deutlich nach unten. Während der 1880er und frühen 1890er Jahre

hingegen kam es zu erheblichen Zeichnungsrenditen. Dies könnte auf eine konservative Festlegung von Emissionspreisen, aber auch auf Stützungsmaßnahmen durch die Emissionsbanken oder auf die Sperrung von Aktienbeständen zurückzuführen sein.

(PD Dr. Carsten Burhop, Max-Planck-Institut zur Erforschung der Gemeinschaftsgüter, Kurt-Schumacher-Str. 10, D-53113 Bonn)

